

Limak Çimento Şanlıurfa Çimento Fabrikası **Tesis Ziyaret Notları**



Limak Çimento Şanlıurfa Çimento Fabrikası Ziyaret Notları

Şanlıurfa'da Çarklar Yüksek Marj İçin Dönüyor...

Limak Doğu Anadolu Çimento <LMKDC> yönetiminin davetiyle şirketin Şanlıurfa çimento fabrikasını ziyaret ettik. Şirket yönetiminin faaliyetler ve gelecek dönem beklentilerine ilişkin değerlendirmelerinin ardından, fabrika müdürünün sunumuyla üretim süreçleri hakkında bilgi aldık ve tesisleri yerinde inceleme fırsatı bulduk. Ziyaretimizde hammadde kaynaklarının fabrikaya yakınlığının sağladığı lojistik avantaj, üretim süreçlerindeki verimlilik ve alternatif yakıt kullanımının maliyet yönetimine katkısı öne çıktı. Yönetim, yılın ikinci yarısında operasyonel toparlanmanın güçlenmesini beklerken %30–32 seviyesindeki FAVÖK marjı hedefini koruduklarını ve düzenli temettü dağıtımını sürdürmeyi amaçladıklarını aktardı. Şirketin önümüzdeki döneme ilişkin stratejisinin merkezinde ise yüksek karlılığı ve operasyonel verimliliği korumak bulunuyor.

Şanlıurfa tesisi, Limak Doğu Anadolu Çimento'nun üretim altyapısında önemli bir yere sahip. Şirketin Şanlıurfa ve Ergani'de bulunan iki entegre fabrikası toplam 3,6 milyon ton çimento ve 2,4 milyon ton klinker yıllık üretim kapasitesine sahipken, bunun 2,2 milyon tonluk çimento ve 1,6 milyon tonluk klinker bölümü Şanlıurfa'da bulunuyor. Böylece Şanlıurfa fabrikası, şirketin toplam çimento kapasitesinin yaklaşık %61'ini, klinker kapasitesinin ise %67'sini oluşturuyor. Şirketin bünyesindeki iki hazır beton santrali de üretimden nihai kullanım pazarına uzanan faaliyetlerini destekliyor. Bu ölçekte bir üretim altyapısında kapasite kullanım oranı, hammaddeye erişim ve enerji maliyetlerinin yönetimi, operasyonel verimlilik ve karlılık açısından belirleyici unsurlar arasında yer alıyor.

Görsel 1: Şanlıurfa Çimento Fabrikası



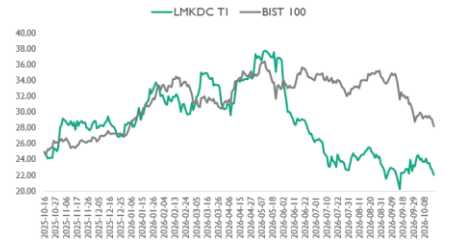
Hammadde Yakınlık Tesisin Konumunu Belirliyor...

Fabrika müdürünün altını çizdiği ilk konu, çimento yatırımlarında lojistiğin neredeyse üretim teknolojisi kadar önemli olmasıydı. Kalker, marn ve kil gibi büyük tonajlı hammaddelerin uzun mesafelere taşınması birim maliyeti hızla artırıyor. Bu nedenle fabrika kuruluşunda uygun jeolojik rezervler, ocak ruhsatları ve uzun vadeli hammadde güvenliği temel ölçütleri oluşturuyor. Tesis çevresindeki ocaklardan bazılarının yaklaşık 1-1,5 kilometre uzaklıkta erişilebildiği, rezerv planlamasının ise onlarca yıllık üretimi destekleyecek biçimde yapıldığı aktarıldı. Bu yakınlık hem nakliye giderlerini azaltıyor hem de tedarik sürekliliğini güçlendiriyor.

Piyasa Bilgileri	LMKDC T1
Kapanış (TL/hisse)	22.66
Kapanış (USD/hisse)	0.46
Piyasa Değeri (milyon TL)	11,697
Piyasa Değeri (milyon USD)	237
Firma Değeri (milyon TL)	10,945
Sermaye (milyon TL)	516
Halka Açıklık Oranı (%)	30.00

Piyasa Çarpanları	
Fiyat / Kazanç	6.19
Piyasa Değeri / Defter Değeri	1.39
Firma Değeri / FAVÖK	3.12
Firma Değeri / Net Satış	1.13
Net Borç/ FAVÖK (x)	-0.61
Hisse Başı Kar (Yıllık)	3.7
Özsermaye Karlılığı	22.39

Performans (%)	Nom. Get.	Rel. Get.
Son 1 Hafta	-4.47	-3.33
Son 1 Ay	6.09	22.10
Son 3 Ay	-1.65	14.73
Son 6 Ay	-29.11	-16.30
Son 1 Yıl	-3.87	-16.66
Yıl Başından Bu Yana	-15.29	-20.96



Analist

Eren Bozdoğan

eren.bozdogan@kuyeytturkyatirim.com.tr



Limak Çimento Şanlıurfa Çimento Fabrikası Ziyaret Notları

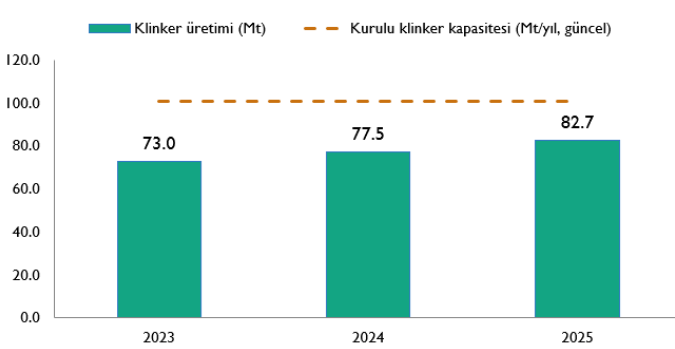
Sektörde kritik ölçüt neden klinker kapasitesi?

Gezi sırasında kullanılan benzetme oldukça açıklayıcıydı: Çimento, betonu yapmak için kullanılan “un” gibi düşünülebilir; beton ise bu bağlayıcının agrega ve suyla birleşmesiyle ortaya çıkan nihai yapı malzemesidir. Çimento üretiminde esas enerji yoğun işlem, klinkerin yüksek sıcaklıkta pışırılmasıdır. Klinker üretemeyen öğütme tesisleri başka üreticilerden klinker alarak çimento üretebilir. Dolayısıyla entegre bir tesisin rekabet gücünü değerlendirirken yalnızca çimento öğütme kapasitesine bakmak yeterli olmadığını belirtelim.

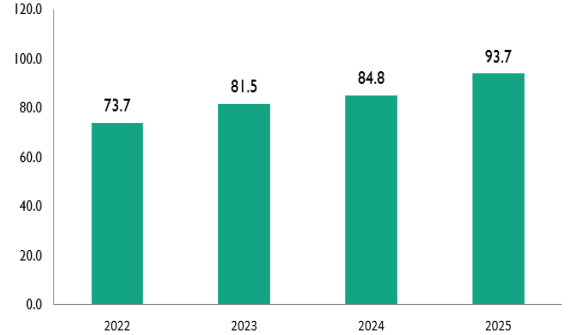
Çimento öğütme kapasitesinin klinker kapasitesinden yüksek olması tek başına bir darboğaz işareti sayılmıyor. Üretilen klinkerin tamamı çimentoya dönüştürülebileceği gibi bir bölümü doğrudan satılabilir; çimento üretiminde kullanılan katkıları ise nihai ürün miktarını artırabiliyor. Buna karşılık klinker hattındaki düşük kapasite kullanımı, yüksek sabit maliyetli fırının ton başına ekonomik yükünü artırabiliyor. Bu nedenle yatırımcı açısından öncelikli gösterge, fırının ne ölçüde ve hangi enerji maliyetiyle çalıştığı.

Bu ayırım Türkiye için de oldukça önemli. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı'nın 2024 kıyaslama çalışmasında entegre tesislerde klinker kapasite kullanım oranı %81, çimento kapasite kullanım oranı %59 olarak hesaplanıyor. Şirketin sunumunda paylaşılan TürkÇimento verileri ise 2026'nın ilk beş ayında ülke genelinde çimento üretiminin %5,2, tüketimin %9,6 gerilediğini ve klinker stoklarının 6,6 milyon tona yükseldiğini gösteriyor. Klinker üretim hattının doluluğu, enerji giderlerinin ton başına dağılımı ve fiyatlama koşulları birlikte izlenmesi gerektiği kanaatindeyiz.

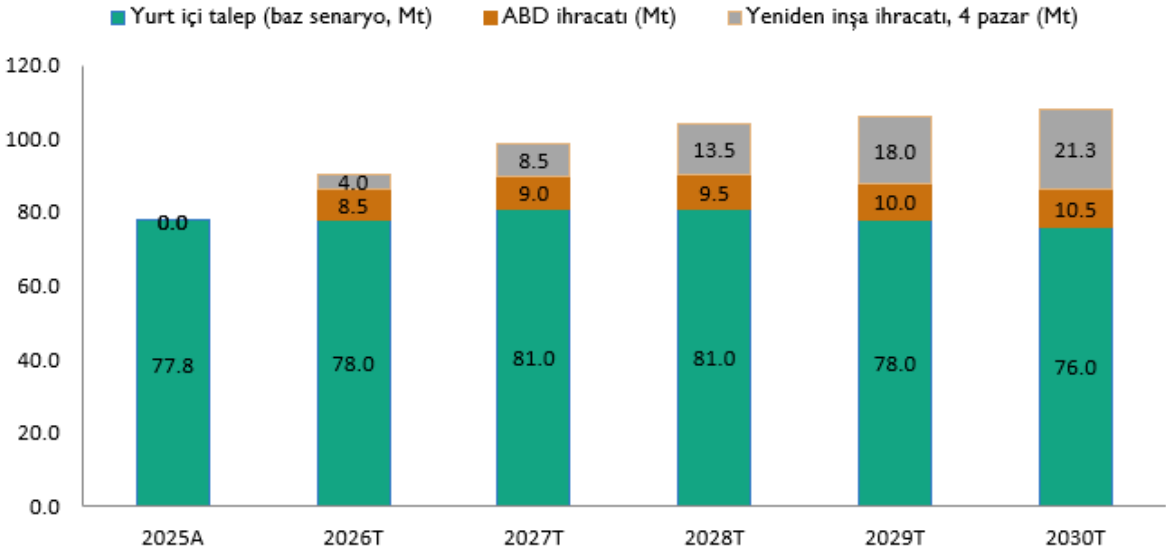
Grafik 1: Türkiye Klinker Üretimi ve Kapasite (Mt)



Grafik 2: Türkiye Çimento Üretimi (Mt)



Grafik 3: Yeniden Adreslenebilir Talep (Mt/Yıl)



Limak Çimento Şanlıurfa Çimento Fabrikası Ziyaret Notları

Taş Ocağından Klinkere Uzanan Enerji Yoğun Üretim Süreci



1. Hammadde hazırlığı ve farin üretimi...

Ocaklardan getirilen kalker, marn/kil ve kimyasal bileşimi ayarlamak için kullanılan sınırlı miktardaki düzeltici hammaddeler (örneğin boksit gibi alümina kaynakları), hedef reçeteye göre birleştiriliyor. Kırma ve ön homojenleştirmeyi takiben ham değirmende malzemenin rutubeti sıcak gaz yardımıyla uzaklaştırılıyor, karışım ince toz haline getiriliyor. “Farin” adı verilen bu kuru ham un, homojenizasyon ve stoklama amacıyla farin silosuna aktarılıyor. Değirmen ve silo aşamasında elde edilen düzenli kimyasal bileşim, fırın kararlılığı ve klinker kalitesi bakımından önem taşıyor.

2. Ön ısıtıcı, kalsinasyon ve döner fırın... Farin, ön ısıtıcı kuleye üst seviyeden dozajlı olarak besleniyor. Burada sıcak fırın gazlarıyla karşılaşan karışım kademeli olarak ısıtılır; kalsiyum karbonatın ayrışması sırasında CO₂ açığa çıkıyor. Bu aşama hem önemli miktarda enerji gerektiriyor hem de yakıtın yanmasından bağımsız proses emisyonu yaratıyor. Ön kalsinasyondan geçen malzeme, ziyaret sırasında çapının yaklaşık 4,60 metre olduğu belirtilen döner fırına ilerliyor. Fırındaki yaklaşık 1.450°C mertebesine ulaşan malzeme sinterleşerek küçük, sert granüllerden oluşan klinkere dönüşüyor.

3. Yakıt hazırlığı, klinker soğutma ve stoklama... Tesiste petrokok ve ithal kömür gibi geleneksel yakıtlar, kömür değirmeninde kurutulup çok ince boyuta öğütüldükten sonra hava akımıyla yanma sistemine taşınıyor. Sahada petrokokun ABD ve Venezuela gibi dış kaynaklardan tedarik edilebildiği ifade edildi. Yakıtın nem ve tane boyutu kontrolü, alev kararlılığı ve spesifik ısı tüketimi için kritik. Üretilen sıcak klinker, ortama açık stoklama öncesinde soğutma ünitesine alınarak hava akımıyla sıcaklığı düşürülüyor; ardından kontrollü stok alanına sevk ediliyor.

Görsel 2: Üretim Süreci



Kaynak: Limak Doğu Anadolu Çimento, Kuveyt Türk Yatırım

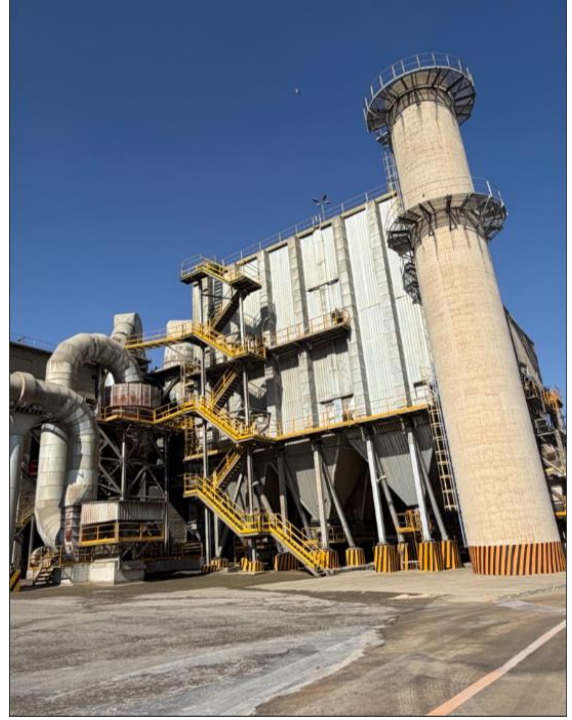
Limak Çimento Şanlıurfa Çimento Fabrikası Ziyaret Notları

Klinkerden Nihai Ürüne Uzanan Çimento Üretim Süreci...

İkinci üretim aşamasında soğutulmuş klinker, alçıtaşı ve ürün tipine göre değişen mineral katkılarla birlikte çimento değirmenine alınıyor. Alçıtaşının görevi priz süresini düzenlemek; eklenmediğinde çimento suyla temas ettiğinde çok hızlı sertleşebiliyor ve işlenebilirlik azalıyor. Sahada doğal puzolan/tras benzeri volkanik katkıların da ürün reçetesine göre kullanılabildiği aktarıldı. Böylece aynı klinkerden farklı dayanım, priz ve karbon yoğunluğu özelliklerine sahip ürünler elde edilebiliyor.

Ziyaret ettiğimiz bilyalı değirmen hattı için yaklaşık 14 metre uzunluk ve dakikada 16–17 devir bilgisi paylaşıldı. İçeride çapı 90 milimetreye kadar ulaşabilen çelik bilyalar, dönüş hareketi sırasında malzemeyi darbe ve sürtünmeyle inceltiyor. Elde edilen ürün, tipine göre üç ayrı siloya yönlendiriliyor; ardından dökme veya torbalı sevkiyata hazırlanıyor. Çimentonun su ve rutubete duyarlılığı nedeniyle stoklama süresi ve ambalaj koşulları önemli. Yönetimin aktardığına göre şirket, klinkeri daha uzun süre depolarken çimentoyu ağırlıklı sipariş ihtiyacına yakın zamanlarda öğütürerek stok riskini sınırlıyor.

Görsel 3&4: Üretim ve Filtrasyon Sistemlerinden Görüntüler



Kaynak: Limak Doğu Anadolu Çimento, Kuveyt Türk Yatırım

Limak Çimento Şanlıurfa Çimento Fabrikası Ziyaret Notları

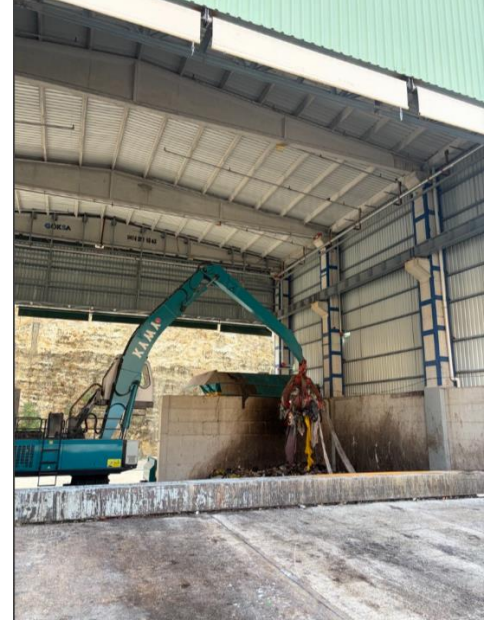
Alternatif Yakıt Kullanımıyla Maliyet ve Karbon Avantajı...

Gezi sonunda incelediğimiz alternatif yakıt ve atık geri kazanım altyapısı, tesisin maliyet yapısındaki en somut dönüşüm alanlarından biriydi. Uygun özellikteki atıklar ayrıştırılıp hazırlanarak atıktan türetilmiş yakıt (ATY/RDF) haline getiriliyor; kapalı stoklama ve besleme hatları üzerinden fırın başına veya kalsinatöre aktarılıyor. Sahada dikkatimizi çeken mavi bantlı besleme düzeni, bu akışın fabrika ana prosesine entegrasyonunu görünür kılıyordu. Bu işlem, uygun atıklardan enerji geri kazanımı sağlıyor ve kömür/petrokok kullanımının bir bölümünü ikame edebiliyor.

Şirketin Ağustos 2026 tarihli yatırımcı sunumuna göre Şanlıurfa'da yeni nesil yakıt besleme sistemi devreye alınmış durumda. Sunumda ana brülör için 12 ton/saat, kalsinatör için 35 ton/saat besleme kapasitesi açıklanıyor. Bu büyüklükler ekipman kapasitesi olup gerçekleşen atık tüketimi veya yıllık tasarrufla bire bir aynı anlamı taşıyor. Şirket genelinde alternatif yakıtın termal enerji içindeki payı 2025'te %0,3 iken 2026 ilk yarıda %8'e ulaşmış; 2026 hedefi %10–15 olarak gösterilmiş.

Ziyarete Şanlıurfa'daki atık akışlarının yaklaşık %90'ına kadarını değerlendirebilecek bir potansiyelden söz edildi. Toplam belediye atığı içindeki hangi fraksiyonun ve hangi toplama senaryosunun esas alındığı, ayrıca bağımsız teyit gerektiriyor. Enerji geri kazanımı ile malzeme geri dönüşümü de farklı süreçler. Buna karşın sisteme düzenli ve uygun nitelikte atık sağlanması, yakıt ithalatına bağımlılığı azaltabilecek operasyonel bir fırsat sunuyor.

Ürün karomasındaki değişim de aynı stratejinin bir uzantısı. Şirketin Şanlıurfa üretim verileriyle hazırladığı sunumda, 42,5 MPa ürün sınıfında geleneksel Portland çimentosunun doğrudan karbon yoğunluğu ton başına 820 kg CO₂; CEM Plus için 655 kg ve ECO CEM Plus+ için 583 kg olarak açıklanıyor. Klinker kullanımını ve üretim reçetesini optimize eden bu geçiş, düşük karbonlu ürünlere yönelik talep güçlendikçe rekabet unsuru haline gelebilir.



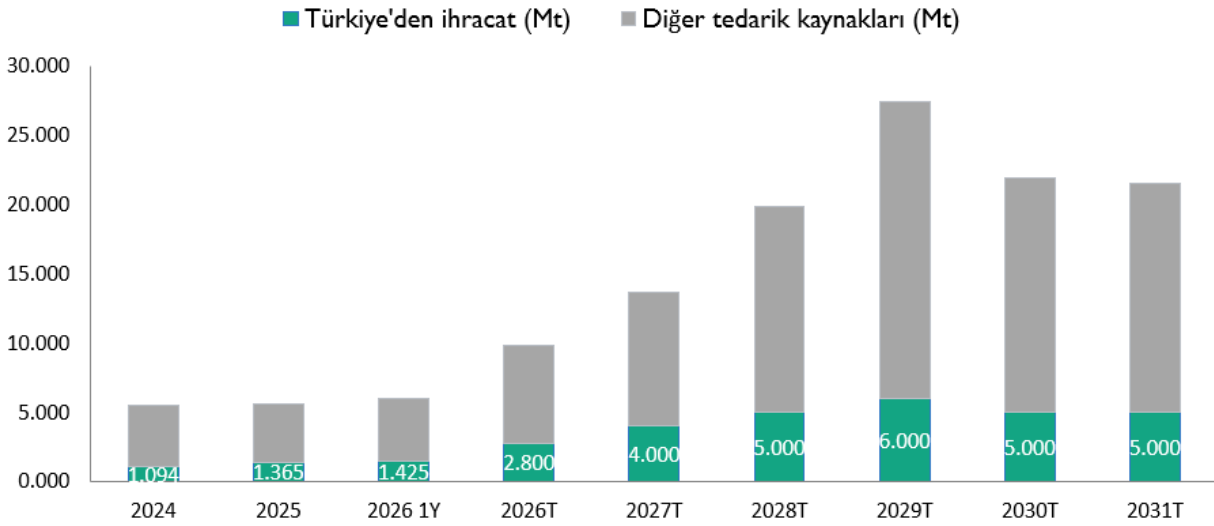
Kaynak: Limak Doğu Anadolu Çimento, Kuveyt Türk Yatırım

Limak Çimento Şanlıurfa Çimento Fabrikası Ziyaret Notları

Suriye'de Yeniden İnşa Süreci Bölgesel Talebi Destekleyebilir

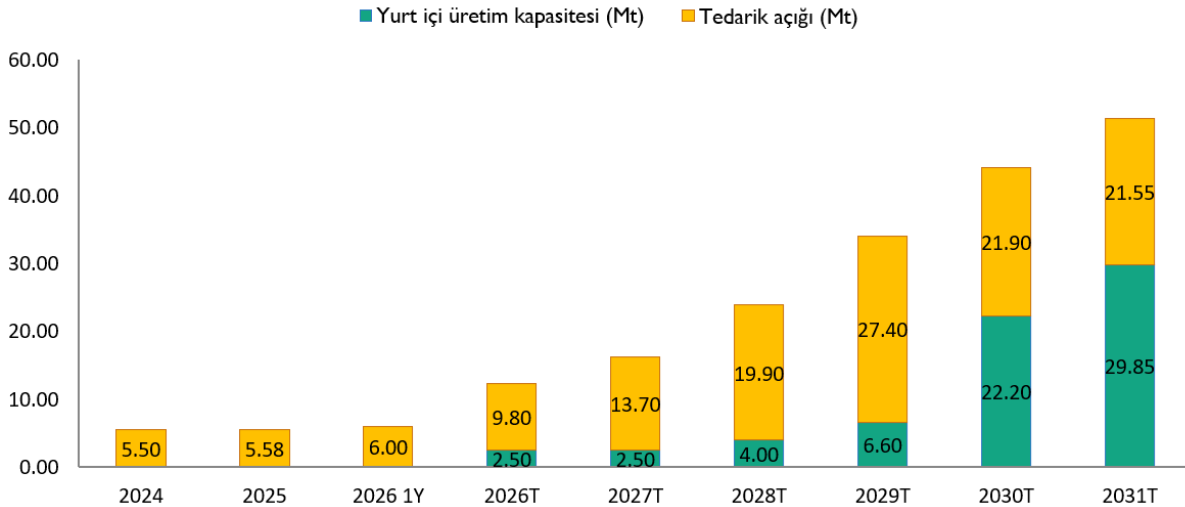
Yönetimin bölgesel pazar görünümüne ilişkin değerlendirmelerinde Suriye'nin yeniden inşa süreci de öne çıktı. Ülkede çimento tüketiminin giderek arttığını belirten yönetim, yeniden yapılanma faaliyetlerinin hız kazanmasıyla birlikte Türkiye'den bölgeye yönelik çimento ihracatında önemli bir artış bekliyor. Suriye'de finansal sistemin uluslararası entegrasyonu ve özellikle merkez bankasının tanınırlığına ilişkin sürecin tamamlanması, ticari faaliyetlerin daha geniş ölçeğe ulaşması açısından önemli bir aşama olarak görülüyor. **Yönetim, bu alandaki gelişmelerin de hız kazandığını ifade ederken yeniden inşa sürecinde oluşabilecek çimento arz açığının yaklaşık %20-30'unun Türkiye'deki üreticiler tarafından karşılanabileceğini öngörüyor.** Şanlıurfa tesisinin bölgeye coğrafi yakınlığı dikkate alındığında, Suriye pazarındaki olası talep artışının şirketin ihracat fırsatlarını destekleyebileceğini düşünüyoruz.

Grafik 4: Suriye Tedarik Açığında Türkiye'nin İhracatı (Mt)



Kaynak: Limak Doğu Anadolu Çimento, Kuveyt Türk Yatırım

Grafik 5: Suriye Çimento Talebi:Yerli Kapasite ve Tedarik Açığı (Mt)



Kaynak: Limak Doğu Anadolu Çimento, Kuveyt Türk Yatırım



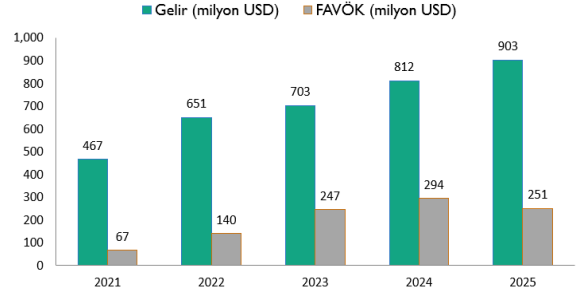
Limak Çimento Şanlıurfa Çimento Fabrikası Ziyaret Notları

Karlılıkta Hacimden Önce Marj Odağı... Şirket yönetiminin toplantı boyunca üzerinde durduğu konulardan biri, satış hacminden ziyade karlılığa öncelik veren büyüme stratejisiydi. **Yönetim, LMKDC'nin önümüzdeki dönemde de bir hacim oyuncusundan çok marj oyuncusu olarak konumlanmayı sürdüreceğini vurguladı.** 2026'nın ilk yarısında satış tonajı yıllık bazda %25, reel satış gelirleri %14 ve FAVÖK %33 gerilerken FAVÖK marjı geçen yılın aynı dönemindeki %38 seviyesinden %30'a çekildi. Bununla birlikte ilk çeyrekte %26 olan FAVÖK marjının ikinci çeyrekte %32'ye yükselmesi, karlılık tarafında toparlanmanın başladığını işaret ediyor. Şirketin yatırımcı sunumunda paylaşılan verilere göre 2026'nın ilk yarısında emsal şirketlerin ortalama FAVÖK marjı %16 seviyesinde gerçekleşti. LMKDC'nin sektördeki bu ayrışmayı koruması, önümüzdeki dönemde de fiyatlama politikası ve maliyet yönetiminin önemini artırıyor.

Yılın İkinci Yarısında Daha Güçlü Toparlanma Beklentisi... Yönetimin yılın geri kalanına ilişkin değerlendirmelerinde daha olumlu bir görünüm öne çıktı. Üçüncü ve dördüncü çeyreklerde toparlanmanın güçlenmesini beklediklerini belirten yönetim, 2026 yılı için %30–32 seviyesindeki FAVÖK marjı hedefini koruduklarını ifade etti. Şirketin Ağustos ayında yayımladığı yatırımcı sunumunda ise bu beklenti %30–33 aralığında yer alıyordu. Özellikle ikinci çeyrekte marjlarda görülen iyileşmenin yılın kalanında da sürmesi beklenirken fiyatlama disiplini, kapasite kullanımı ve alternatif yakıt yatırımlarından sağlanacak maliyet avantajları karlılık görünümünde belirleyici olacak. Yönetimin hacimden çok marjlara odaklanma yaklaşımının, satış miktarındaki olası toparlanmayla birlikte nasıl bir finansal performans ortaya koyacağını önümüzdeki çeyreklerde daha net göreceğiz.

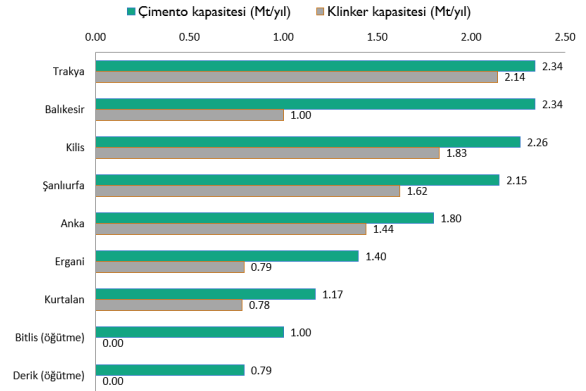
Temettü Politikasında Devamlılık Sürüyor... Toplantıda öne çıkan bir diğer konu şirketin temettü politikası oldu. **Yönetim, düzenli temettü dağıtımını sürdürmeyi hedeflediklerini belirtirken BIST Temettü Endeksi'nde yer alma amaçlarını da paylaştı.** Şirketin yatırımcı sunumuna göre 2024 yılında %45 olan kâr dağıtım oranı, 2025 yılında %51'e yükseldi. Önümüzdeki dönemde de hissedarlara kar payı dağıtımının sürdürülmesi planlanıyor. Bununla birlikte yatırım harcamalarının yoğunlaştığı mevcut dönemde operasyonlardan yaratılacak nakit, hem yeni yatırımların finansmanı hem de temettü politikasının devamlılığı açısından önem taşıyor.

Grafik 6: Konsolide Gelir ve FAVÖK



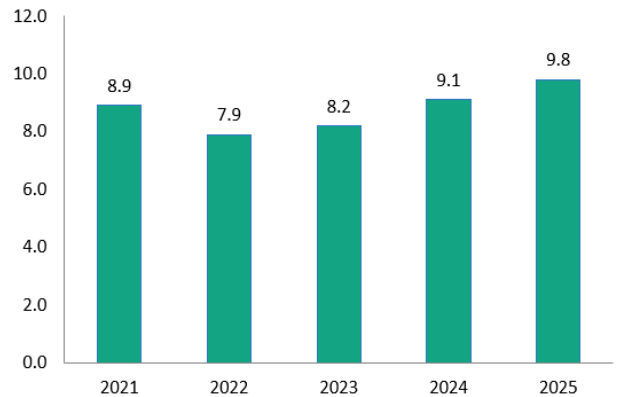
Kaynak: Limak Doğu Anadolu Çimento, Kuveyt Türk Yatırım

Grafik 7: Fabrika Bazında Kapasite (Mt/Yıl)



Kaynak: Limak Doğu Anadolu Çimento, Kuveyt Türk Yatırım

Grafik 8: TR Operasyonları Çimento Üretimi (Mt)



Kaynak: Limak Doğu Anadolu Çimento, Kuveyt Türk Yatırım



Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
ARAŞTIRMA DİREKTÖRÜ

Ubeyde Safvan Erbaş
YÖNETMEN
Teknik Analist

Muhammet Çakmak
YÖNETMEN
Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan
YÖNETMEN
Perakende, Sanayi, Savunma

Furkan Atas
UZMAN YARDIMCISI

Ali Osman Okut
UZMAN YARDIMCISI
Çimento

Uğur Kara
UZMAN YARDIMCISI

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

